

І.Таранов. Оцінювання ефективності діяльності компанії в системі вартісноорієнтованого управління / І.Таранов // Галицький економічний вісник. — 2012. — №3(36). — с.47-60 - (економіка та управління національним господарством та суб'єктами господарювання)

УДК 658.15

Ігор ТАРАНОВ

ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ КОМПАНІЇ В СИСТЕМІ ВАРТІСНООРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ

Резюме. Розглянуто та систематизовано показники ефективності діяльності компанії в контексті вартісноорієнтованого управління нею. Запропоновано класифікацію та досліджено порядок розрахунку цих показників, проведено їхній порівняльний аналіз. Обґрунтовано можливості використання показників результатів діяльності компанії у вітчизняній практиці фінансового менеджменту.

The summary. Parameters of efficiency of companies' activity are considered and systematized in the context of cost-oriented management. The classification of these indices was proposed and researched the calculation of them as well as held their comparative analysis. The possibility of using parameters results of companies' activity in the domestic practice of financial management is proved.

Ключові слова: вартісноорієнтоване управління, VBM-показники, фінансова (вартісна модель), ефективність, ефект, модель залишкового прибутку.

Постановка проблеми. В останні роки питання управління вартістю (VBM) суб'єктів підприємництва, зокрема компаній, набувають дедалі більшого поширення в Україні. Причиною цього є те, що концепція VBM спрямована на якісне покращення стратегічних і оперативних рішень на всіх рівнях суб'єкта підприємництва за рахунок зосередження зусиль осіб, які приймають рішення, на головних факторах вартості. Згідно з концепцією VBM максимізація вартості компанії є основною метою її діяльності й усі зусилля керівництва мають бути спрямовані не стільки на зростання прибутку, скільки на зростання саме ринкової вартості компанії. В результаті зміни цільових орієнтирів еволюціонують методи фінансового аналізу, вдосконалюється система вимірювання результатів діяльності та матеріального стимулювання на підприємствах. Цю трансформацію називають переходом від традиційної (бухгалтерської) до фінансової (вартісної) моделі управління підприємством.

Запровадження та удосконалення системи управління вартістю на українських підприємствах та в компаніях, поряд із суттєвими змінами в підходах до управління загалом, потребує розроблення адаптованої до українських реалій системи показників оцінювання ефективності діяльності компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Окремі аспекти вдосконалення існуючих моделей і показників вимірювання ефективності управління компанією за критеріями створеної вартості висвітлені у працях багатьох зарубіжних та українських учених.

У зарубіжній науковій літературі значну увагу цій проблематиці приділили: П. Белл, Е. Брукінг, С. Валдайцев, Д. Волков, Р. Герц, Р. Гордон, Дж. Грант, А. Дамодаран, Г. Десмонд, Ш. Джарелл, П. Друкер, К. Друрі, І. Івашковська, Ф. Еванс, Е. Едвардс, Р. Каплан, Р. Келлі, М. Кенерлі, Є. Колбачов, Т. Коллер, П. Контс, Т. Коупленд, В. Криворотов, М. Манкінс, Дж. Мартін, А. Маршалл, М. Міллер, О. Мезенцева, Ф. Модільяні, Р. Морін, Д. Мурін, П. Нівен, О. Нілс, Д. Нортон, Дж. Олсон, С. Пінмен, С. Рассказов, А. Раппопорт, М. Скот, Дж. Стерн, Дж. Стюарт, Дж. МакТаггарт, Е. Фама, Б. Фелпс, К. Ферріс, Е. Френк, Дж. Фрідмен, І. Фішер, Г. Харісон, Дж. Хікс, О. Щербакова та ін.

Проблеми оцінювання ефективності функціонування компанії на основі вартісних показників досліджували такі українські учені, як В. Зарубінський, Є. Зенченко, В. Зогуля, Д. Юнін, А. Кузьмін, О. Лаврик, О. Мендрул, Н. Михаліцька, О. Мозенков, Т. Момот, В. Панков, О. Терещенко та ін.

Змістовність проведених досліджень свідчить про науковий інтерес до вартісноорієнтованого управління загалом та інструментів оцінювання ефективності функціонування компанії зокрема. Однак, незважаючи на достатню кількість наукових праць, слід вказати на їх фрагментарність та дискусійність щодо теоретичних і методичних розробок для використання їхніх результатів у практиці управління компаніями.

Виклад основного матеріалу. Сучасне управління вартістю компанії базується на зміні парадигми менеджменту компанії, переході до сучасних фінансових концепцій і принципу економічного прибутку. Така зміна парадигми необхідна вітчизняним компаніям, що перебувають на етапі становлення сучасних підходів щодо фінансових рішень і побудови систем корпоративного управління, які дають змогу сформувати механізми впливу ради

директорів на стратегічні процеси в компанії, беручи до уваги основні принципи її фінансової політики.

Управління вартістю необхідно розглядати як різнобічну інновацію [1, с. 113]. На концептуальному рівні *VBM* являє собою систему нових принципів фінансового менеджменту, яка спрямована на виявлення змін в інвестиційній вартості компанії незалежно від форми її власності шляхом оцінювання створеного за рік економічного прибутку. В ній найповніше втілюються принципи сучасного фінансового менеджменту, що випливають з теорії корпоративних фінансів. Відповідно до них управління має будуватись за трьома фінансовими вимірниками компанії, властивими їй протягом життєвого циклу: за ліквідністю, інвестиційним ризиком та інвестиційною вартістю. Як інновація концепція *VBM* означає послідовне запровадження нових критеріїв оцінювання результату будь-якої компанії, що діє в конкурентному середовищі, поєднуючи всі три виміри. Для визначення результату створені прибутки, що розраховані за традиційними бухгалтерськими способами, оцінюються через призму інвестиційних ризиків, зіставлених із необхідною дохідністю або витратами на капітал компанії (*cost of capital*). Базуючись на трьох фінансових вимірниках компанії – ліквідності, ризику і вартості, – концепція управління вартістю дає змогу пропонувати нові фінансові показники для виявлення результатів, що застосовуються для визначення інвестиційної вартості капіталу.

Таким чином, концепція управління вартістю як система фінансового менеджменту включає інновації на рівні принципів та інструментів оцінювання результативності компанії (*VBM*-показників). Відповідно вартісноорієнтований підхід до управління змінює ідеологію оцінювання результативності компанії та парадигму управління її діяльністю.

Розглянемо умови, за яких застосування *VBM*-показників можна вважати прийнятним. Як показує практика, показник результатів діяльності має передусім відповідати певній стадії розвитку (життєвого циклу) компанії. Створення й зростання вартості компанії для акціонерів, як головна мета, реально актуалізується тільки на певній стадії розвитку як компанії, так і її зовнішнього оточення. При цьому розвиток актуалізованих фінансових цілей залежить від двох основних факторів: 1) зростання капіталоємності бізнесу, який визначає необхідність управління активами балансу; 2) ступеня необхідності враховувати довготермінові перспективи у розвитку бізнесу.

При виборі компанією основного показника (комплексу показників) для оцінювання результативності діяльності постає проблема, винесена в назву статті «Оцінка для оцінки» («Measure for measure»), журналом «CFO Magazine», суть якої сформульована таким чином: «Всесвіт *VBM*-показників результатів діяльності стрімко розширюється. Як фінансовому менеджеру компанії (*CFO*) визначити, який із цих показників є кращим конкретно для його компанії?» [19, с. 45].

Відомо, що сучасний фінансовий світ фактично розділився на два контрадикційні табори залежно від ставлення до форми потоків, що створюють вартість компаній. Т. Коупленд зі співавторами емоційно називають розділ, присвячений грошовим потокам як ефектам, що визначають вартість бізнесу і, відповідно, власного капіталу, – «Гроші – всьому голова» («Cash is king») [3, с. 91]. А. Блек, Ф. Райт, Д. Бекмен і Д. Девіс аналогічно називають частину своєї монографії «Прибуток – це можливість, гроші – це факт» («Profit is an option, cash is a fact») [14, с. 41]. Водночас Б. Стюарт, творець та ідеолог показника *EVA*, також дає емоційну назву підрозділу у вступі до своєї класичної праці «Геть грошові потоки!» («Abandon cash flow!») [38, с. 3]. Зрозуміло, що ставлення до грошових потоків/прибутку як до можливої бази для створення вартості є критичним. З огляду на це доцільно класифікувати *VBM*-показники таким чином: 1) показники результатів діяльності, які базуються на бухгалтерських (балансових) оцінках і показниках; 2) показники результатів діяльності, які ґрунтуються на грошових потоках.

Сконцентруємо увагу на показниках результатів діяльності, що відповідають як певному рівню розвитку довготермінового бачення перспектив, так і капіталомісткості бізнесу. При цьому не будемо розглядати такі традиційні бухгалтерські показники ефективності, як чистий прибуток, рентабельність активів (*ROA*), рентабельність капіталу (*ROE*), дохід від інвестованого капіталу (*ROI*), чистий прибуток на акцію (*EPS*) тощо. Істотним недоліком

багатьох із них є орієнтація на дані звітності минулих періодів; вони не відображають вартості грошей у часі, ризики інвесторів; недостатньою мірою корелюють із вартістю акцій підприємства на ринку капіталів; у певних ситуаціях їх застосовують лише в інтересах менеджерів різних рівнів. Головна відмінність *IBM*-показників від традиційних бухгалтерських показників ефективності полягає в тому, що вони мають сигналізувати про зміну вартості для постачальників капіталу (перш за все, власників, акціонерів) за звітний період. При цьому показниками, які засновані на бухгалтерських (балансових) оцінках і показниках, є такі: залишковий прибуток (*RI*) як генеричний показник; залишковий чистий прибуток (*RE*) у версії моделі *EBOP* (Е. Едвардс, П. Белл, Дж. Олсон, С. Пінмен), або економічний прибуток (ER^M) у версії «Marakon Associates» (Дж. МакТаггарт, П. Контс, М. Манкінс); залишковий операційний прибуток (*ReOI*) за С. Пінменом, або економічний прибуток (ER^C) у версії «McKinsey & Co.» (Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін); додана економічна вартість (*EVA*®) у зареєстрованій версії «Stern Steward & Co.» (Б. Стюарт, Дж. Грант); додана ринкова вартість (*MVA*) у різних версіях.

Окрім цього, показниками, які ґрунтуються на грошових потоках, є такі: сукупна рентабельність акціонерів (*TSR*); сукупна рентабельність бізнесу (*TBR*) у версії «Boston Consulting Group» (BCG), грошова рентабельність інвестицій (*CFROI*) у версіях «BCG» і «HOLT Value Associates» (Б. Мадден); додана грошова вартість (*CVA*) у версії «BCG»; додана акціонерна вартість (*SVA*) у версії «LEC/Alcar Consulting Group» (А. Раппапорт).

За такого класифікаційного критерію можливі й проміжні варіанти, коли в показнику результатів спостерігається деяке поєднання грошової та бухгалтерської бази оцінки. Однак у разі змішаної бази той чи інший показник за логікою розрахунку та філософією застосування все-таки тяжіє до одного з полюсів. Тому, наприклад, показник *EVA* можна зарахувати до першої групи [4, с. 3].

З огляду на потребу українських компаній отримати додаткові конкурентні переваги окреслюємо завдання не тільки формального ознайомлення зі специфікою застосування сучасних показників оцінки і винагороди корпоративної ефективності в контексті вартісноорієнтованого управління, а й більш поглибленого аналізу їхніх характеристик, систематизації, адаптації до вітчизняних умов. Зважаючи на це, насамперед проаналізуємо показники результатів діяльності, які базуються на бухгалтерських (балансових) оцінках.

Модель залишкового прибутку (*Residual Income Model, RIM*) дає змогу припустити, що фундаментальна вартість власного капіталу компанії залежить від чотирьох факторів: а) величини інвестованого капіталу на момент оцінювання; б) фактичної прибутковості на капітал; в) необхідної прибутковості на капітал; г) стійкості спреду результатів, тобто від здатності організації забезпечувати прибутковість на капітал, яка є вищою за необхідну. При цьому часовий період, протягом якого забезпечується позитивний спред результатів, визначається як період конкурентної переваги (*competitive advantage period*). Зазначимо, що фундаментальна вартість створюється тільки протягом цього періоду.

Переформулювавши базові чинники моделі залишкового прибутку, можна стверджувати, що фундаментальна вартість власного капіталу компанії складається з двох основних елементів: а) балансової вартості власного капіталу на момент оцінювання; б) дисконтованого потоку залишкових прибутків, що забезпечують приріст фундаментальної вартості над балансовою вартістю власного капіталу.

Звідси випливає, що головним у цій моделі є поняття залишкового прибутку (*Residual Income, RI*), яке розуміють як бухгалтерський прибуток компанії (*Income*) за вирахуванням витрат на інвестований капітал (добуток необхідної норми прибутковості (*Required Rate of Return, RRR*) і величини інвестованого капіталу (*Investment*)). Залишковий прибуток може бути названий також економічним прибутком (*Economic Profit, EP*).

Загальна формула розрахунку залишкового прибутку має такий вигляд:

$$RI = Income - RRR \times Investment. \quad (1)$$

Принципи моделі залишкового прибутку дослідники взяли з концепції економічного прибутку А. Маршалла [2]. Інтерес до цієї концепції відродився у 1960–1970-х рр., тому

теоретичними джерелами моделі залишкового прибутку є праці Е. Фама [10], М. Міллера, Ф. Модільяні [21], Е. Едварда, П. Белла [7].

Залежно від того, що вважати інвестиціями в компанію, можна виокремити два основних варіанти показника залишкового прибутку: залишковий операційний прибуток і залишковий чистий прибуток. Сучасний розвиток досліджень у рамках цього підходу здійснюється за двома напрямками, що відповідають цим основним варіантам моделі залишкового прибутку.

Залишковий операційний прибуток (Residual Operating Income, ReOI), який за своєю сутністю є чистим операційним прибутком компанії за вирахуванням витрат на весь капітал компанії. Показник залишкового операційного прибутку, запроваджений С. Пінменом [31, с. 424], аналогічний показнику економічного прибутку у версії консалтингової компанії «McKinsey&Co.» [6]. Зазначимо, що розвиток цього підходу до визначення результатів діяльності пов'язують із класичною працею Б. Стюарта [37]. Однак Б. Стюарт і його послідовники (наприклад, Дж. Грант [13]), які розвивають ідею *EVA* (доданої економічної вартості), значно змінили вихідну формулу залишкового операційного прибутку, і можна стверджувати, що *EVA* є винятково перетвореною формою залишкового операційного прибутку.

У фокусі показника залишкового операційного прибутку перебувають чисті операційні ефекти діяльності компанії, тому при його розрахунку інвестиції слід розуміти як балансову вартість чистих активів (*Net Assets, NA*), які визначаються відповідно як різниця між загальною величиною активів і безкоштовними зобов'язаннями. Зауважимо, що чистими активами в цьому визначенні є активи компанії, що фінансуються за рахунок платних джерел (власний і позиковий капітал). Відповідно як прибуток береться показник чистого операційного прибутку, тобто показник прибутку до сплати відсотків, але після оподаткування – *EBI* (*Earnings before Interest*):

$$EBI = NI + I \times (1 - t), \quad (2)$$

де *NI* (*Net Income*) – чистий прибуток; *I* (*Interest Expense*) – відсоткові витрати; *t* (*Tax Rate*) – ставка податку на прибуток.

Показник *EBI* (чистий прибуток до відсоткових витрат) позначається в багатьох роботах як *NOPAT* (*Net Operating Profit after Taxes* – чистий операційний прибуток після оподаткування) [38] або *NOPLAT* (*Net Operating Profit less Adjusted Taxes* – чистий операційний прибуток за вирахуванням скоригованих податків) [6].

І, відповідно як необхідну прибутковість, визначено ставку середньозважених витрат на весь капітал (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*) – k_W . Тоді формула розрахунку залишкового прибутку j -го року набуває такого вигляду:

$$ReOI_j = EBI_j - k_W \times NA_{j-1}, \quad (3)$$

де EBI_j – показник чистого операційного прибутку j -го року; k_W – ставка середньозважених витрат на весь капітал; NA_{j-1} – балансова вартість чистих активів попереднього року.

Залишковий прибуток, що розраховується відповідно до операційного підходу, можна пов'язати з показником рентабельності активів – *ROA*, який визначається як

$$ROA = \frac{EBI_j}{NA_{j-1}}. \quad (4)$$

Виразивши *EBI* з формули (4) через показник рентабельності й підставивши отриманий результат у формулу (3), останню можна записати так:

$$ReOI_j = NA_{j-1} \times (ROA - k_W). \quad (5)$$

Формула (5) свідчить про те, що величина залишкового операційного прибутку визначається величиною чистих активів компанії на початок періоду і здатністю організації забезпечувати фактичну віддачу на ці активи, яка є вищою за необхідну.

Залишковий чистий прибуток (Residual Earnings, RE) прийнято розуміти як чистий прибуток компанії за вирахуванням витрат на власний капітал. Такий показник залишкового прибутку найбільше застосовують в академічних колах [31, с. 424], а також його пропагує консалтингова фірма «Marakon Associates» [20, с. 317].

Формування моделі залишкового чистого прибутку відображено в праці Е. Едвардса і П. Белла [7]. Вдосконалення цієї моделі також пов'язано з іменами дослідників, що належать до наукової школи в галузі фінансового обліку та корпоративних фінансів, яка сформувалася в Каліфорнійському університеті (Берклі), а становлення відбулось у Колумбійському університеті. Знаковою особою в розвитку цього напрямку є Дж. Олсон, праці якого [11, 24–26] дали змогу послідовникам назвати цю модель оцінювання моделлю Едвардса–Белла–Олсона (*Edwards–Bell–Ohlson (EBO) valuation model*). Позначення цієї моделі як *EBO*-модель запропонував В. Бернард [5]. У подальшому воно стало загальнопоширеним [15].

Надалі аналіз моделі залишкового чистого прибутку здійснювали С. Пінмен [28–34], В. Бернард [5], Ч. Лі [12; 15] та багато інших науковців. Враховуючи внесок С. Пінмена, що підтверджує значущість і популярність цієї моделі, погоджуємося з думкою авторів, які вважають, що вона має називатися *моделлю Едвардса–Белла–Олсона–Пінмена (EBOP-model)* [4, с. 3–36].

Як відомо, показник залишкового чистого прибутку характеризує чисті ефекти результатів діяльності компанії безпосередньо з позиції акціонерів (власників). Тому при розрахунку цього показника інвестиціями в компанію слід вважати балансову вартість власного капіталу (E). Відповідно прибуток є показником чистого прибутку (NI), а необхідна прибутковість – ставка витрат на власний капітал (k_E). Тоді формула розрахунку залишкового прибутку j -го року набуває вигляду

$$RE_j = NI_j - k_E \times E_{j-1}, \quad (6)$$

де NI_j – чистий прибуток j -го року; k_E – ставка витрат на власний капітал; E_{j-1} – балансова вартість власного капіталу попереднього року.

Залишковий чистий прибуток можна пов'язати з показником рентабельності власного капіталу ROE, який визначається як

$$ROE = \frac{NI_j}{E_{j-1}}. \quad (7)$$

Виразивши NI з формули (7) через показник рентабельності й підставивши отриманий результат у формулу (6), останню можна записати так:

$$RE_j = E_{j-1} \times (ROE - k_E). \quad (8)$$

Формула (8) відображає, що величина залишкового чистого прибутку визначається величиною власного капіталу компанії на початок періоду і здатністю організації забезпечувати фактичну віддачу на капітал, яка характеризується показником рентабельності, що є вищим за необхідну ставку прибутковості. Вона дає змогу фактично визначити основні фактори, що створюють вартість для акціонерів. Отже, вартість для акціонерів формується під впливом таких чотирьох факторів, з яких менеджментом контролюються тільки три:

- наявності на початок періоду величини інвестованого капіталу. У моделі залишкового чистого прибутку (REM) – це балансова вартість власного капіталу. Передбачається, що цей фактор не залежить від рішень менеджерів (величина вкладень є результатом рішень власників);
- фактичною віддачею на вкладений капітал. У моделі REM вимірюється показником рентабельності власного капіталу (ROE);
- необхідною віддачею на вкладений капітал. У моделі REM цей показник визначається як необхідна віддача на власний капітал k_E ;
- здатністю компанії генерувати віддачу на вкладений капітал, яка є вищою за необхідну. Період, протягом якого фактична (очікувана) віддача перевищує необхідну, називають періодом конкурентної переваги.

Додана економічна вартість (*Economic Value Added, EVA*) є модифікацією показника залишкового операційного прибутку, за якої чисті операційні ефекти та сума інвестованого капіталу шляхом коригувань статей бухгалтерської звітності перетворюються в економічний дохід і капітал. Широку популярність залишковий прибуток здобув після публікації в 1991 р. праці Б. Стюарта «The Quest for Value: A Guide for Senior Managers», в якій цей показник має назву «економічна додана вартість» [37, с. 47]. Заснований у 1982 р. Дж. Стерном і Б. Стюартом консалтинговий компанії «Stern Stewart & Co.» належить торговельна марка «EVA®» (*Economic Value Added*). Поширеність цього показника підтверджується як науковими фактами, так і реальною практикою ведення бізнесу. По-перше, з 1988 р. у США видається науково-практичний журнал «Журнал прикладних корпоративних фінансів» («*Journal of Applied Corporate Finance*»), який пропагує ідею аналізу та концепцію доданої економічної вартості. По-друге, понад 300 світових компаній, серед яких відомі транснаціональні корпорації «AT&T», «Coca-Cola», «Siemens», «Whirlpool», «Quaker Oats», «AT & T», «IBM», успішно використовують EVA як основний інструмент оцінювання. Зазначимо, що кількість компаній, які належать до «клубу EVA», постійно збільшується. По-третє, показник EVA активно використовують автори наукових праць із суміжних управлінських дисциплін [9].

Основним для розуміння відмінностей між залишковим операційним прибутком у класичній версії та EVA є поняття капітальних еквівалентів (*capital equivalents*). Ми розглядаємо капітальні еквіваленти як приріст балансової вартості чистих активів компанії, які мають «відновити» вартість чистих активів до їхньої реальної грошової оцінки, визначеної грошовими виплатами, пов'язаними з надходженням цих активів. Так, коригування чистих активів на капітальні еквіваленти зумовлює також відповідні коригування чистого операційного прибутку (*EBI, NOPAT*). Зокрема, Б. Стюарт пропонує робити коригування на такі основні капітальні еквіваленти [38, с. 3]:

1. *Коригування на величину відкладеного податку на прибуток (deferred tax)*. У тлумаченні відкладених податків головним є поняття *тимчасових різниць (temporary differences)*, які призводять до утворення: 1) або відкладеного податкового активу (*deferred tax asset*), 2) або відтермінованого податкового зобов'язання (*deferred tax liability*).

При цьому ні відкладений податковий актив, ні відтерміноване податкове зобов'язання за суттю не є ні грошовими інвестиціями, з одного боку, ні реальними грошовими зобов'язаннями, – з іншого. Тому при розрахунку капітальної бази показника *EVA* *чисті відкладені податкові активи* (різниця між відкладеними податковими активами та відкладеними податковими зобов'язаннями) віднімаються як з капітальної бази, так і з величини чистого операційного прибутку.

2. *Коригування на резерв ЛІФО (LIFO allowance)*. Як міжнародні (IAS GAAP), так і американські (US GAAP) стандарти фінансового обліку та звітності потребують розкриття інформації про різницю між ФІФО- і ЛІФО-оцінками залишків активів, якщо останні оцінені відповідно до прийнятої облікової політики за методом ЛІФО. Зазначене розкриття інформації здійснюється шляхом відображення цієї різниці як специфічного виду резерву, який обліковується на відповідному позабалансовому рахунку. Вітчизняні стандарти обліку, на відміну від IAS і US GAAP, поки не передбачають створення цього резерву.

3. *Інші капітальні еквіваленти*. Б. Стюарт пропонує проводити коригування як балансової вартості, так і операційного прибутку, зокрема, на величину:

- амортизації ділової репутації (*good-will*);
- невизнаної ділової репутації (*unrecognized goodwill*), яка виникає, якщо при обліку злиттів і поглинань використовується метод злиття інтересів (*pooling of interests method*);
- капіталізації витрат на науково-дослідні, дослідно-конструкторські та технологічні роботи;
- створених забезпечень (резервів сумнівних боргів, на знецінення матеріальних цінностей, фінансових вкладень тощо) [39, с. 112].

За одним із варіантів (саме варіантів) показник *EVA* розраховується таким способом:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CI = (ROC - WACC) \times CI, \quad (9)$$

де *NOPAT* – чистий операційний прибуток після сплати податків; *ROC* – рентабельність інвестованого капіталу; *CI* – інвестований капітал; *WACC* – ставка середньозважених витрат на капітал.

Вираз «*WACC* × *CI*» часто називають капітальними витратами (*Capital Charge*). Інвестований капітал за методологією *EVA* являє собою скориговану величину сукупних балансових активів на початок звітного періоду. Насамперед від сукупних активів віднімаються безвідсоткові боргові зобов'язання (*Non-Interest Bearing Debt*).

Вартісний спред (*ROC* – *WACC*) виступає своєрідною економічною рентабельністю (можна вважати, що йдеться про вираз показника *EVA* у відсотках).

Простежимо формування показника *EVA* і відобразимо взаємозв'язок між *EVA* і основними факторами, які використовуються у формульному розрахунку. В межах управління вартістю підприємства вказані фактори деталізують за складовими. Збільшуючи значення *EVA* шляхом впливу на фактори, які беруть участь у моделі, менеджер збільшує вартість підприємства. Показник *EVA* може збільшуватися за рахунок:

- зростання доходів, що генеруються вкладеними коштами. Цього результату можна досягти по-різному – через управління витратами, підвищення ефективності бізнес-процесів за допомогою реінжинірингу;
- розширення, тобто інвестування засобів у проекти, рентабельність яких перевищує витрати на капітал, залучений у реалізацію цих проектів;
- підвищення ефективності управління активами – продаж непрофільних, збиткових активів, зменшення термінів оборотності дебіторської заборгованості, запасів тощо;
- оптимізації витрат на капітал.

Згодом для уникнення суб'єктивності, яку передбачають результати розрахунків, автор моделі запропонував таку формулу:

$$EVA = (change\ in\ NOPAT) - (change\ in\ CI) \times WACC. \quad (10)$$

Аналіз *EVA* і його змін за даними звітності попередніх періодів дає змогу конкретно оцінити ефективність управління, тому в багатьох випадках його доцільно застосовувати в системі заохочення менеджерів. Припустимо, що підприємство має нові й старі активи, а також спостерігається його стійке зростання. Нехай у певний період маємо незначне негативне середнє *EVA*. План заохочення менеджерів має забезпечити досягнення позитивного абсолютного *EVA* і збільшення ΔEVA , а також не допускати негативної величини *NPV* за інвестиціями майбутніх періодів. Премію менеджера можна виразити таким чином:

$$Премія = \left| EVA \times k + \Delta EVA \times k \right|, \text{ при } NPV > 0, \quad (11)$$

де *k* – коефіцієнт пропорційності.

Разом із цим преміальну систему засновувати на *EVA* недоцільно, якщо компанія належить до нової зростаючої сфери бізнесу зі значними інвестиціями в майбутні грошові потоки і малим поточним прибутком.

Не зважаючи на очевидні переваги, показник *EVA* має певні недоліки.

По-перше, на величину показника *EVA* (як і будь-якого іншого, який базується на концепції залишкового доходу) суттєво впливає первісна оцінка інвестованого капіталу (якщо вона занижена, то створена додана вартість буде високою, якщо завищена – низькою). При цьому автор вказаної моделі пропонує коригувати балансову величину інвестованого капіталу, що також може призвести до додаткового суб'єктивізму в розрахунках і викривлення реальної ринкової ситуації.

По-друге, основна частина доданої вартості в межах моделі *EVA* припадає на постпрогнозний період, що є коригуванням не врахованої реальної вартості інвестованого капіталу в доданих вартостях прогнозного періоду.

Таким чином, концепція економічної доданої вартості має велику практичну цінність, що дало змогу її широко застосовувати для:

- формулювання цілей компанії;
- вимірювання результатів досягнення визначених цілей;

- зміцнення ролі акціонерів компанії;
- зміни мислення персоналу компанії;
- формування системи преміювання і мотивації менеджерів компанії, орієнтованої на зростання результатів;
- оцінювання управлінських рішень;
- оцінювання вартості компанії.

Адаптація такої методології оцінювання, як *EVA*, що є індикативною щодо спроможності прибутку компенсувати інвестований капітал, стає нагальною для українських компаній. Отже, концепція *EVA* дає змогу виміряти реальну прибутковість компанії та керувати нею ефективно з точки зору вкладників. Вважаємо, що для компанії, спрямованої на створення вартості акціонерам, актуальним буде не запитання «Застосовувати чи не застосовувати *EVA* в менеджменті?», а запитання «Як і якою мірою застосовувати *EVA*?».

Додана ринкова вартість *MVA* (*Market Value Added*) [40, с. 29] вважається найточнішим показником, що відображає здатність компанії забезпечити зростання добробуту своїх акціонерів, адже *MVA* є практичним критерієм створення вартості. Якщо ринкова вартість є меншою за інвестовані кошти, очевидно, що менеджери підприємства знищили капітал акціонерів. З точки зору теорії корпоративних фінансів, *MVA* відображає дисконтовану вартість усіх теперішніх і майбутніх інвестицій. Слід врахувати, що в балансову оцінку сукупного капіталу слід вносити поправки для усунення викривлень, зумовлених методами і принципами обліку.

Згідно з моделлю дисконтування залишкового прибутку вартість власного капіталу j -го року V_E (*Equity Fundamental Value*) визначається за балансовою вартістю власного капіталу на момент оцінювання E_0^{BV} (*Equity Book Value*) і дисконтованим потоком залишкового прибутку (*RI*):

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j}, \quad (12)$$

де k – відповідна до варіанта визначення залишкового прибутку ставка необхідної прибутковості.

Додану ринкову вартість (*MVA*) слід розуміти як дисконтований потік залишкових прибутків, що забезпечують приріст фундаментальної вартості над балансовою вартістю власного капіталу

$$MVA_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j}. \quad (13)$$

Ми схильні до думки, що інструмент оцінювання, який є основою *VBM*, має відображати не тільки вартість компанії, а й ефективність прийняття рішень на всіх рівнях ієрархії, а також бути інструментом мотивації. Охарактеризований показник *MVA* не відповідає згаданим вимогам, тому що на ринкову капіталізацію впливає значна кількість факторів, частина з яких є невідконтрольною менеджменту компанії. Крім цього, якщо результати роботи компанії оцінювати за вказаним показником і мотиваційні схеми також пов'язати з ним, це може призвести до того, що керівництво ухвалюватиме рішення, які мають короткотерміновий вплив на курсову вартість акції та руйнуватимуть її у довготерміновій перспективі.

Проаналізуємо показники результатів діяльності, які ґрунтуються на грошових потоках. До цієї групи належать, перш за все, пропаговані «BCG» моделі, сформовані на основі двох концепцій: сукупної рентабельності акціонерів *TSR* (*Total Shareholder Return*) і сукупної рентабельності бізнесу *TBR* (*Total Business Return*) [36]. Операційним виразом цих концепцій щодо управління на основі вартості є два показники ефективності: грошова рентабельність інвестицій (*CFROI*) і грошова додана вартість (*CVA*).

Видатний американський економіст Г. Марковіч констатує: «Правильний вибір критеріїв (для вибору інвестицій) залежить від природи інвестора, ... однак для всіх інвесторів є характерними дві цілі: 1) вони прагнуть до отримання високої «рентабельності». Визначення

«рентабельності» можуть бути різними для різних інвесторів. Але як би вони не трактували цей термін, перевага надається більшому розміру рентабельності, аніж меншому; 2) вони хочуть, щоб рентабельність була гарантованою, стабільною і не підпадала під вплив непередбачених обставин» [18].

За умови, що сукупна рентабельність акціонерів використовується як базис для вартісноорієнтованого управління, необхідним є внутрішній еквівалент, яким можна «управляти» з ціллю збільшення показника *TSR* компанії. Для компанії «BCG» таким еквівалентом служить сукупна рентабельність бізнесу (*TBR*). Застосування *TBR* уподібнюється до інших методів управління, орієнтованого на вартість (оцінка вільних грошових потоків і економічна додана вартість): можна пов'язати показник *TBR* компанії з факторами, які формують вартість (рентабельність інвестованого капіталу, приріст нових інвестицій і генеровані вільні грошові потоки). В компаніях «BCG» і «HOLT» вважають, що *CFROI* є достовірним показником рентабельності інвестованого капіталу компанії.

Можна інтерпретувати *TBR* як показник рентабельності за період володіння, розрахований таким чином:

$$TBR = \frac{FCF + (MV_1 - MV_0)}{MV_0}, \quad (14)$$

де *FCF* – вільні грошові потоки; *MV₁* – ринкова вартість компанії на кінець періоду; *MV₀* – ринкова вартість компанії на початок періоду.

В реаліях компанія «BCG» розраховує *TBR* із використанням унікального підходу, який називають загальною моделлю тимчасового знецінювання капіталу або моделлю спот-оцінки. В компанії переконані в тому, що можна досягти більшої точності при оцінюванні, передбачивши, що рентабельність інвестицій компанії і темпи її приросту з часом зменшаться, наближуючись до середніх показників по країні. Це ілюструє твердження щодо того, що інвестори не хочуть оплачувати рентабельність, яка перевищує середній рівень. Б. Мадден (компанія «HOLT Value Associates») пояснює: «Коли компаніям вдається досягти показників рентабельності, які є вищими за середні, конкурентів приваблюють ці показники рентабельності й вони намагаються збільшити ефективність обслуговування клієнтів. У процесі конкуренції високі показники *CFROI* деяких компаній зменшуються до середнього рівня. Підприємства, показники *CFROI* котрих є нижчими за вартість капіталу, змушені проводити реструктуризацію чи скорочення для того, щоб підвищити власну рентабельність, меншою мірою до рівня вартості капіталу, або ж припинити свою діяльність. За інших рівних умов зростання багатства відбувається у випадку, коли показник *CFROI*, який перевищує вартість капіталу, поєднується з вищим показником бази активів. Однак існує і тенденція зменшення *CFROI* в міру збільшення показника приросту активів. Таким чином, демонстрація всього життєвого циклу компанії містить у собі як показник *CFROI*, так і реальні темпи приросту активів» [16, с. 18].

Компанія «BCG» застосовує показник *TBR* за двома напрямками: як структуру для оцінної моделі і з метою визначення ефективності. З метою застосування показника *TBR* для здійснення оцінювання компанія «BCG» прогнозує грошові потоки як від використання активів компанії, так і від будь-яких нових інвестицій, які здійснюються в рамках запланованого зростання. Показник *TBR* використовують також як інструмент оцінювання ефективності управління щодо ринку, порівняння з показниками подібних компаній або оцінювання вартості капіталу.

У результаті аналізу доходимо висновку, що показник *TBR* є вимірювачем рентабельності задіяних (*CFROI*) і зростаючих активів, а також відображає взаємозв'язок між показниками ефективності компанії та рентабельністю акціонерів. Таким чином, *CFROI* є важливим фактором, який дає змогу визначити показник *TBR* компанії. Однак діяльність більшості компаній ґрунтується тільки на показнику *CFROI* задіяних активів фірми або бізнес-одиниці як засобові виміру ефективності управління. У цьому випадку зростання активів до уваги не береться. Компанії лише визначають, наскільки ефективно здійснюється управління діючими активами, і не передбачають нарощування вартості в довготерміновій перспективі.

Показник грошової рентабельності інвестицій *CFROI* (*Cash Flow Return on Investment*) можна визначити як відношення скоригованих грошових надходжень (*cash in*) за поточними цінами до скоригованих грошових видатків (*cash out*) за поточними цінами. Зазначений показник пропагується такими консалтинговими компаніями, як «BCG» і «HOLT Value Associates». Найбільш повний і розгорнутий опис як самого показника *CFROI*, так і практики його застосування в управлінні компаніями міститься у фундаментальній монографії Б. Маддена [16, с. 18].

Перевагою вказаного показника є те, що і грошові потоки, які генеруються наявними і майбутніми активами, і первісні інвестиції виражаються в поточних цінах, тобто враховують фактор інфляції. Показник *CFROI*, який використовують в однойменній моделі оцінювання вартості компанії [17, с. 31–44], у спрощеному вигляді нагадує показник *IRR*. Показник *CFROI* вимірює відносний, а не абсолютний дохід компанії за наявними інвестиціями. Для розрахунку необхідно знати елементи валового грошового потоку, генерованого первісними валовими інвестиціями, і ліквідаційну вартість (у вихідних даних враховують інфляцію).

Комбінацію обчислених значень *CFROI* з обліком статистичних даних про поведінку цього показника (зростання, насичення, спадання), передбачуваного зростання та інших параметрів протягом економічного життєвого циклу компанії використовують для побудови прогнозних оцінок грошового потоку. Далі за потреби грошового оцінювання підприємства застосовують модель *DCF*, згідно з якою чистий грошовий потік поділений на генерований за наявними і майбутніми активами.

Для зростання вартості компанія має збільшувати спред між *CFROI* і реальною вартістю капіталу. До цього правила є уточнення. Зокрема, алгоритм виявлення створення/руйнування вартості компанії в системі *QUEST*, який запропонував К. Стюарт (Collins Stewart) [41, с. 29], передбачає обчислення спреда *CFROI* ($SPREAD_{cfroi}$), тобто різниці *CFROI* і вартості капіталу, зростання спреда ($SPREAD_{growth}$), зумовленого як різниця між збільшенням реального капіталу і стійкою швидкістю зростання, а також величини зайвого зростання ($EXCESS_{growth}$), зростання понад рівень, досягнутий (збалансований) від внутрішніх грошових потоків, що потребує додаткового капіталу і призводить до збільшення заборгованості або додаткового випуску акцій. Зростання (надлишок зростання) у середньому спричиняє зменшення прибутковості грошового потоку і згодом негативно впливає на вартість підприємства. Зазначені змінні дають змогу записати потенціал створення вартості (*VCS*) у вигляді:

$$VCS = \frac{SPREAD_{cfroi} \times SPREAD_{growth}}{EXCESS_{growth}}. \quad (15)$$

VCS компанію оцінюють високо, якщо вона має збалансовану зростаючу базу капіталу і значну величину *CFROI*. І навпаки, компанія має негативний потенціал при зростаючій базі капіталу, але з *CFROI* меншим за вартість цього капіталу. Можливі різні поєднання цих трьох показників, яким відповідають визначений знак і величина *VCS*. Якщо показник *CFROI* перевищує необхідний інвесторам середній рівень, то компанія створює вартість, і навпаки, якщо *CFROI* нижчий за необхідну прибутковість, то вартість фірми зменшуватиметься.

Одним із головних недоліків вказаної моделі є те, що результат виражається не в сумі створеної (або зруйнованої) вартості, а у вигляді відносного показника. Цей факт може перешкоджати впровадженню в компанії системи *VBM*, оскільки для окремих нефінансових менеджерів інтерпретація зазначеного показника може не бути настільки зрозумілою, як *EVA*. Іншим недоліком згаданого підходу є складність розрахунку показника *CFROI*, тому що для цього необхідно ідентифікувати всі грошові потоки, що генеруються як існуючими, так і майбутніми активами.

У показнику доданої грошової вартості *CVA* (*Cash Value Added*) виокремлюють стратегічні та нестратегічні інвестиції. За задумом авторів [27, 42], такий поділ дає змогу менеджерам зосередити увагу на перспективних планах розвитку компанії. Синонімом *CVA* є абревіатура *RCF* (*Residual Cash Flow* – залишковий грошовий потік) [8], тобто залишкові грошові потоки, генеровані інвестиціями. Загалом *CVA* визначається із урахуванням концепції залишкового доходу (*Residual Income*) й операційного грошового потоку. Поширеними є кілька

методик розрахунку CVA . За однією з них показник CVA_i за i -й період визначається як різниця операційного грошового потоку підприємства OCF_i (*Operating Cash Flow*) і потоку $OCFD_i$ (*Operating Cash Flow Demand*), необхідного для задоволення вимог інвестора за стратегічними інвестиціями:

$$CVA_i = OCF_i - OCFD_i. \quad (16)$$

Запис у вигляді відносної величини забезпечує індекс CVA (*індекс прибутковості*):

$$ICVA = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{OCF_i}{(1+WACC)^i}}{\sum_{i=1}^N \frac{OCFD_i}{(1+WACC)^i}}. \quad (17)$$

Цей індекс здебільшого використовують для порівняння зі спорідненими характеристиками діяльності підприємства. Вважають, що стратегічні інвестиції створюють вартість, якщо $OCF > OCFD$, тобто при $ICVA > 1$.

Головним розробником системи показників вартості акціонерного капіталу компаній є А. Раппопорт [35, с. 76]. Показник доданої акціонерної вартості SVA (*Shareholder Value Added*), запропонований А. Раппопортом і пропагований консалтинговою компанією «LEK/Alcar Consulting Group», фокусується на безпосередньому вимірюванні зміни вартості бізнесу для акціонерів (вартості власного капіталу), або акціонерної вартості. При цьому зміна вартості власного капіталу пов'язується А. Раппопортом як з операційними результатами діяльності, так і з інвестиційними рішеннями, здійсненими протягом періоду оцінювання.

Розрахунок показника SVA будується на визначенні таких параметрів: чистого грошового потоку і залишкової вартості бізнесу. Дослідження науковця підтвердили, що існує стійка кореляція між ринковою вартістю компаній і даними, які ґрунтуються на використанні таких показників, як економічна додана вартість (EVA) та акціонерна додана вартість (SVA). Показник SVA дає можливість оцінити збільшення акціонерної вартості капіталу. Це збільшення є різницею між акціонерною вартістю капіталу (MV), створеною майбутніми інвестиціями, та акціонерною вартістю капіталу (BV), сформованою минулими інвестиціями (спрощено-балансовою вартістю акціонерного капіталу):

$$SVA = MV - BV. \quad (18)$$

Отже, для розрахунку SVA необхідно визначити ринкову вартість акціонерного капіталу. Для цього використовуються відомі методи оцінювання вартості компаній, які ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків. Алгоритм розрахунку SVA охоплює чотири етапи: 1) оцінювання минулої діяльності; 2) прогнозування майбутньої діяльності; 3) оцінювання витрат на капітал; 4) оцінювання доданої вартості акціонерного капіталу.

При оцінюванні діяльності за попередні періоди на базі фінансової звітності виокремлюють фактори ефективності управління і розраховують вихідні показники, необхідні для прогнозу чистого грошового потоку майбутньої діяльності.

У процесі прогнозування здійснюють: коригування показників із метою виокремлення функціонуючих активів; прогнозування статей балансу; оптимізацію чистого грошового потоку; оцінювання ефективності інвестиційних проєктів. Визначають: інвестиції в основний і оборотний капітали; потребу в зовнішньому фінансуванні; внутрішній інвестиційний потенціал компанії; структуру капіталу з метою максимізації чистих грошових потоків.

Оцінювання витрат на капітал передбачає: пошук, оцінювання і мінімізацію зовнішніх і внутрішніх корпоративних ризиків, які базуються на виявленні потенційної загрози з боку конкурентного середовища й аналізі впливу на вартість компанії, зміні макроекономічних і конкурентних факторів; оцінюванні частки власного і позикового капіталів з урахуванням аналізу їхньої оптимальної структури; визначенні вартості витрат на власний і позиковий капітали; виявленні факторів мінімізації вартості капіталу.

При використанні показника акціонерної доданої вартості А. Раппопорт наголошує насамперед на чіткому визначенні періоду конкурентних переваг. У разі довгострокової

перспективи розрив між рентабельністю інвестованого капіталу і альтернативними витратами призведе до того, що у галузі, в якій діє компанія, загостриться конкуренція. Це відповідно спричинить зменшення рентабельності інвестицій. Таким чином, процес створення доданої вартості не є нескінченим і обмежується періодом конкретних переваг.

Акціонерна додана вартість так само, як економічна, може бути збільшена за рахунок:

- зростання прибутковості бізнесу (збільшення доходу, економія і оптимізація поточних витрат);
- зменшення поточної вартості стратегічних інвестицій (оптимізація витрат на капітал тощо).

Головними недоліками цієї моделі є трудомісткість розрахунків і відносність прогнозування майбутніх грошових потоків.

Виклавши порядок розрахунку найбільш популярних показників результатів діяльності, повертаємося до основоположної проблеми: який із показників найадекватніше відображає створення нової вартості для акціонерів, тобто який із показників є доцільнішим для використання. Слід зазначити, що немає за визначенням добрих і поганих показників, кожен із них має свою сферу застосування, свої переваги і недоліки, і в результаті цього компаніям слід керуватися деяким комплексом показників результативності, а не одним із них.

У науковій літературі відомий ряд підходів до порівняння показників з точки зору їхньої результативності (*measure for measure problem*). Зокрема, Р. Морін і Ш. Джарелл [22] пропонують такий розподіл показників результатів за їхньою точністю (*accuracy*) і складністю (*complexity*) (рис. 1).

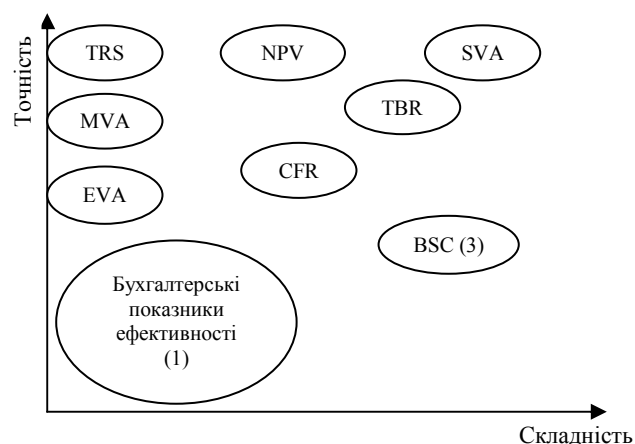


Рисунок 1. Розподіл показників результатів за їхньою точністю (accuracy) і складністю (complexity)

Позначення:

- (1) бухгалтерські показники ефективності виражаються передусім такими показниками, як EPS, ROE, ROA, NI, EBI (NOPAT) тощо;
- (2) NPV – чиста теперішня вартість (майбутніх грошових потоків, залишкових прибутків);
- (3) BSC (Balanced Scorecard) – збалансована оцінка показників ефективності.

На основі вищевикладеного порівнюємо розглянуті показники за можливістю формування системи створення нової вартості, яку слід розуміти як, по-перше, можливість розкладання підсумкового періодичного показника на драйвери (фактори), які відповідно можуть бути доведені до кожного підрозділу компанії; по-друге, тестування підсумкового періодичного показника щодо того, чи дійсно він сигналізує про зміну вартості для акціонерів (власників) у звітному періоді. Для показників *RE*, *REOI*, *EVA*, *SVA*, *CVA* ця можливість доволі висока. Вони без зайвих зусиль розкладаються на систему драйверів, яка може бути «доведена» до всіх рівнів управління компанією.

Методологічні проблеми розкладання показника результативності на драйвери відомі як у теорії, так і практиці бізнесу [6]. Водночас при зрозумілості методологічних підходів побудова «дерева» драйверів для кожного бізнесу є унікальним управлінським завданням при неповторності кожної окремої бізнес-практики.

Висновки. Загальним недоліком розглянутих вище VBM-показників є суб'єктивність розрахунків необхідних величин (насамперед це стосується визначення прогнозних потоків і кількості необхідних уточнень та коригувань), їхня неадаптованість до вітчизняної фінансової звітності, яка постійно змінюється, й умов господарювання. Без відповідних чисельних досліджень і статистичних спостережень нині доволі складно виробити чіткі рекомендації щодо вибору конкретного показника для різних стратегій економічного зростання компанії, поточного й очікуваного станів зовнішнього ринкового середовища. Не зважаючи на подібність, кожен показник містить певні «переваги та недоліки», тому рекомендуємо використовувати інтегрований показник – їхню комбінацію (наприклад, *EVA*, *SVA* і *CFROI*) з подальшим порівняльним аналізом результатів.

Використана література

1. Ивашковская, И.В. Управление стоимостью компании как инновация [Текст] / И.В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. – 2006. – № 4. – С. 113–132.
2. Маршалл, А. Принципы политической экономии [Текст] / А. Маршалл // Прогресс. – 1983–1984. – Т. 1. – 416 с.
3. Коупленд, Т. Управление стоимостью компании [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин // Вестник McKinsey. – 2002. – № 1. – Р. 82–111.
4. Волков, Д.Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости [Текст] / Д. Л. Волков // Вестник С.-Петербургского университета. – 2004. – № 3. – С. 3–36.
5. Bernard, V. Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis / V. Bernard. – Michigan: University of Michigan, 1993.
6. Copeland, T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin // N. Y., John Wiley & Sons, 1995.
7. Edwards, E. The Theory and Measurement of Business Income / E. Edwards, P. Bell. – Berkeley: University of California Press, CA. – 1961.
8. Evans, M.H. Creating Value through Financial Management / M.H. Evans // Excellence in Financial Management. – 1999. – Desember. – 27 p.
9. Drury, C. Management and Cost Accounting // C. Drury. – 5th ed. – London: Thompson Learning, 2000.
10. Fama, E. The Theory of Finance / E. Fama, M. Miller. – Dryden Press: Hinsdale, IL, 1972.
11. Feltham, G. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities / G. Feltham, J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1995. – 11(2). – P. 689–731.
12. Frankel, R. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns / R. Frankel, C. Lee // Journal of Accounting and Economics. – 1998. – 25(3). – P. 283–319.
13. Grant, J. Foundations of Economic Value Added / J. Grant, J. Frank. – New Hope: Fabozzi Associates, PA, 1997.
14. In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance / A. Black, P. Wright, J. Bachman et al. // Financial Times: London, 1998. – P. 41.
15. Lee, C. Measuring wealth / C. Lee // Camagazine. – 1996. – April. – P. 32–37.
16. Madden, B. CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm / B. Madden. – Oxford: Butterworth-Heinemann, MA. – 1999. – P. 18.
17. Madden, B. The CFROI Valuation Model / B. Madden // The Journal of Investing. Spring. – 1998. – P. 31–44.
18. Markowitz, H.M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments / H.M. Markowitz. – N. Y.: John Wiley, 1959.
19. Myers, R. Measure for measure / R. Myers // CFO Magazine. – 1997. – 13(11). – P. 45–51.
20. McTaggart, J. The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns / J. McTaggart, P. Kontes, M. Mankins // N.Y.: Free Press, 1994. – P. 317.
21. Miller, M. Dividend policy, growth, and valuation of shares / M. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. – 1961. – 34(4). – P. 411–433.
22. Morin, R. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin., S. Jarell. – N.Y.: McGraw-Hill, 2001.
23. Myers, R. Measure for measure/ R. Myers // CFO Magazine. – 1997. – 13(11). – P. 45–51.
24. Ohlson, J. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings / J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1990. – 6(2). – P. 648–676.
25. Ohlson, J. Earnings, book values, and dividends in equity valuation / J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1995. – 11(2). – P. 661–687.
26. Ohlson, J. The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball–Brown analysis / J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1991. – 8(1). – P. 1–19.
27. Ottoson, E. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / E. Ottoson, F. Weissenrieder // Study (Sweden). – 1996. – № 1. – P. 10.

28. Ou, J. Accounting measurement, price-earnings ratios, and the information content of security prices / J. Ou, S. Penman // *Journal of Accounting Research, Supplement*. – 1989. – 27(3). – P. 111–144.
29. Ou, J. Financial statement analysis and the prediction of stock returns / J. Ou, S. Penman // *Journal of Accounting and Economics*. – 1989. – 11(4). – P. 295–329.
30. Penman, S. *Financial Statement Analysis and Security Valuation* / S. Penman. – N.Y.: McGraw-Hill, 2001. – P. 424.
31. Penman, S. Return to fundamentals / S. Penman // *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. – 1992. – 7(4). – P. 465–483.
32. Penman, S. A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model / S. Penman // *Review of Accounting Studies*. – 1998. – 2(4). – P. 303–323.
33. Penman, S. A Comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation / S. Penman, T. Sougiannis // *Contemporary Accounting Research*. – 1998. – 15(3). – P. 343–383.
34. Penman, S. *The Pricing of Earnings and Cash Flows and the Valuation of Accrual Accounting* / S. Penman, N. Yehuda. – N.Y.: Columbia University, 2003.
35. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: The Standard for Business Performance* / A. Rappaport – N. Y.: Free Press, 1986. – P. 76.
36. *Shareholder Value Metrics*. Shareholder Value Management Series. Booklet 1. Boston Consulting Group, 1996.
37. Stewart, G.B. *The Quest for Value: the EVA Management Guide* / G.B. Stewart. – N. Y.: Harper Business, 1991. – P. 47.
38. Stewart, G.B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. / G.B. Stewart. – N. Y.: Harper Business, 1999. – P. 3.
39. Stewart, G.B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. / G.B. Stewart. – N. Y.: Harper Business, 1999. – P. 112–117.
40. Stewart, C.B. Myers Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting / G.B. Stewart // *Journal of Finance*. – 1974. – P. 29.
41. Weissenrieder, F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? / F. Weissenrieder // *Gothenburg Studies in Financial Economics 971214 // Study (Sweden)*. – 1997. – № 3. – 42 p.